

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Perkembangan Industri jasa keuangan syariah secara global telah berkembang cukup pesat. Industri keuangan syariah di Indonesia menjadi salah satu sorotan dalam menghadapi Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA). Sebagai penduduk muslim terbesar, sudah selayaknya Indonesia menjadi pelopor pengembangan keuangan syariah di dunia. Otoritas Jasa Keuangan melihat Industri keuangan syariah di Indonesia masih relatif kecil dengan pangsa pasar 5%-7%, namun memiliki potensi pertumbuhan dan kemanfaatan yang besar.

Pertumbuhan industri keuangan syariah dapat dilihat di pasar modal syariah sebagai tempat bertemunya para *stakeholders* untuk memberi sumber dana kepada pihak yang memerlukan dana. Secara umum kegiatan pasar modal syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik khusus pasar modal syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Produk keuangan syariah terdiri dari reksadana, saham syariah dan obligasi syariah.

Produk keuangan yang mempunyai potensi besar adalah obligasi syariah, karena produk ini menjadi alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan maupun pemerintah. Secara keseluruhan, kinerja pasar modal masih akan berfluktuasi, karena pasar obligasi syariah di tahun 2014 masih akan didominasi oleh penerbitan obligasi syariah dari pemerintah, sementara penerbitan obligasi syariah korporasi diprediksi akan turun.

Secara kumulatif, sampai dengan Agustus 2014 jumlah obligasi syariah korporasi yang pernah diterbitkan telah mencapai 65 obligasi dengan total nilai emisi mencapai Rp 12.294,4 miliar dengan jumlah obligasi syariah *outstanding* di pasar modal berkurang dari tahun sebelumnya. Pertumbuhan obligasi syariah

menurun dari tahun 2013 ke tahun 2014, jumlah obligasi syariah korporasi *outstanding* Agustus tahun 2014 menurun 8,33% dari 36 menjadi 33, dan total nilai

emisi obligasi syariah korporasi menurun 7,88% dari Rp 6.883,0 miliar menjadi Rp 6.958,0 miliar. Direktur Pasar Modal Syariah OJK Fadilah Kartikasasi (Bisnis.com, 2015) mengungkapkan secara umum lebih rendahnya nilai *outstanding sukuk* sepanjang tahun 2014 dikarenakan sepihnya penerbitan *sukuk* korporasi.

Penerbitan obligasi syariah korporasi yang beredar di pasar modal memiliki peluang resiko cukup tinggi dibandingkan dengan obligasi syariah pemerintah. Al-Amine (dalam Rauf dan Ibrahim, 2014, hlm. 140) menyatakan bahwa seperti instrumen keuangan lainnya, obligasi syariah juga melibatkan sejumlah isu resiko yang meliputi resiko negara, sektor atau resiko aset. di sisi lain, dapat menunjukkan resiko pasar, resiko kredit, resiko operasional, resiko likuiditas, hukum resiko, resiko perpajakan dan resiko likuiditas.

Permasalahan obligasi syariah di Indonesia adalah terjadinya resiko kredit . Resiko kredit terjadi pada perusahaan penerbit obligasi syariah yang tidak dapat membayar pendapatan kepada investor pada jatuh tempo. Berdasarkan infovesta (2015) Penurunan *outstanding* salah satunya disebabkan oleh banyaknya obligasi syariah korporasi jatuh tempo senilai Rp 1,37 triliun dari total delapan obligasi syariah. Diantaranya, obligasi syariah *ijarah* PLN III tahun 2009 seri A, obligasi syariah *mudharabah* berkelanjutan Adira Dinamika Multi Finance I tahun 2013 seri A, obligasi syariah *ijarah* Matahari Putra Prima II tahun 2009 seri B dan obligasi syariah *ijarah* Indosar II tahun 2007 Obligasi syariah yang juga jatuh tempo, obligasi syariah *ijarah* Indosat IV tahun 2009 seri A, obligasi syariah *ijarah* Pupuk Kaltim I tahun 2009, obligasi syariah *ijarah* Salim Ivomas Pratama I tahun 2009 serta obligasi syariah *ijarah* Mitra Adiperkasa I tahun 2009 seri B.

Obligasi syariah yang dikeluarkan tersebut sudah tidak beredar lagi di pasar modal. Kemungkinan perusahaan akan mengeluarkan obligasi syariah lanjutan untuk mendapatkan pinjaman kembali, selain itu di pasar modal syariah terdapat perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah restrukturisasi yang disebabkan perusahaan mengalami gagal bayar (*default risk*) atau resiko kredit. Resiko inilah yang menjadi perhatian perusahaan dan investor dalam berinvestasi, karena menurut Brigham & Houston (2014, hlm. 242) bahwa obligasi telah ditetapkan dalam peringkat kualitas yang mencerminkan probabilitas *default*. Resiko kredit

atau *default risk* ini ditentukan oleh peringkat obligasi syariah. Peringkat obligasi syariah dilakukan oleh lembaga pemeringkat penjamin efek, di Indonesia lembaga penjamin efek yang banyak digunakan adalah PT Pefindo.

Berdasarkan lembaga pemeringkat, setiap penerbitan obligasi syariah terdiri dari dua kategori yaitu *investment grade* dan *non investment grade*. Kategori *investment grade* memiliki kemampuan untuk melunasi hutang obligasi yang diberi skala nilai peringkat AAA, AA, A, BBB, sedangkan kategori *non investment grade* artinya perusahaan kurang memiliki kemampuan memenuhi kewajiban hutang obligasi yang diberi skala peringkat BB, B, C dan D. Berikut ini peringkat obligasi syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014 yang diperingkat oleh PT Pefindo :

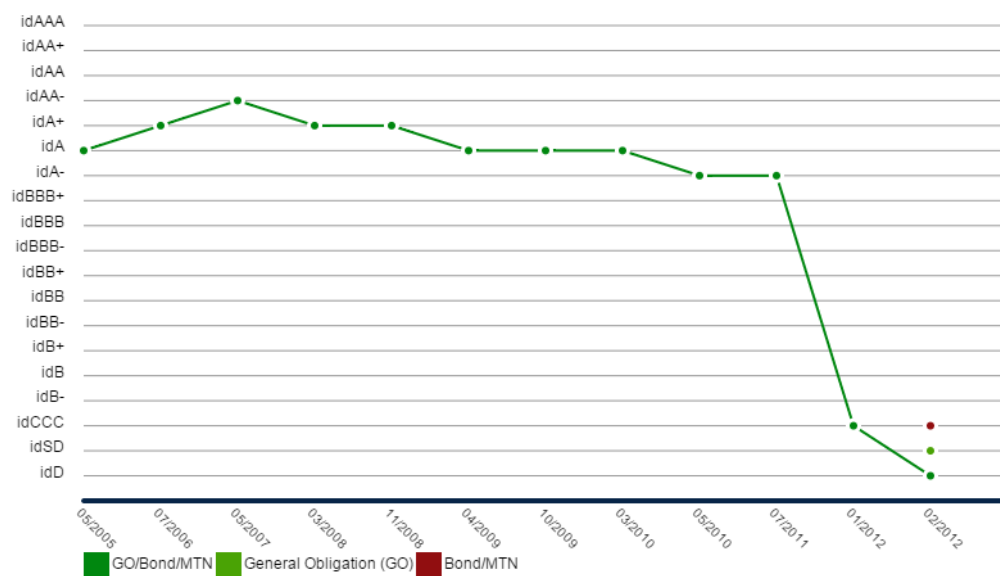
TABEL 1.1
PERINGKAT OBLIGASI SYARIAH

No	Perusahaan	Tahun								
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	PT Perusahaan Listrik Negara (PLN)	A	A	A+	AA-	AA-	AA-	AA+	AAA	AAA
2	PT Indosat (ISAT)	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AAA
3	PT Berlian Laju Tanker (BLTA)	A+	AA-	A+	A	A-	CCC	D	D	D
No	Perusahaan	Tahun								
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
4	PT Adhi Karya (ADHI)	BBB +	A-	A-	A-	A-	A-	A	A	A
5	PT Mayora Indah (MYOR)	A	A+	A+	A-	A+	AA-	AA-	AA-	AA-
6	PT Summarecon Agung (SMRA)	BBB +	A-	A-	A-	A-	A	A+	A+	A+

Sumber : Data diolah (PT Pefindo)

Berdasarkan tabel di atas, peringkat obligasi dapat berubah seiring dengan menguatnya atau melemahnya kondisi perekonomian, bisnis dan keuangan.

Permasalahan penurunan peringkat obligasi syariah secara terus menerus terjadi pada PT Berlian Laju Tanker Tbk, perusahaan ini merupakan perusahaan terbesar kapal *tanker* kimia ketiga di dunia, bahkan PT Berlian Laju Tanker Tbk merupakan perusahaan yang telah mendapatkan penghargaan pemenang *Shipping Company* terbaik dan terpilih sebagai pemenang kedua di *Investor Best Syariah 2007* yang didukung oleh *National Syari'ah* Dewan Majelis Ulama dalam mengembangkan Pasar Modal Syariah Indonesia, namun perusahaan ini beberapa tahun ke depan memiliki hutang atas obligasi syariah yang telah diterbitkan. Perusahaan tidak dapat membayar pendapatan obligasi syariah yang sudah disepakati sebelumnya dengan investor. Berikut ini gambar pergerakan peringkat obligasi syariah pada PT Berlian Laju Tanker Tbk.



Sumber : PT Pefindo

GAMBAR 1.1
PERINGKAT OBLIGASI SYARIAH PT BERLIAN LAJU TANKER

Gambar di atas menunjukkan pada tahun 2009 peringkat obligasi syariah PT Berlian Laju Tanker Tbk berada pada posisi “A” mulai turun pada tahun 2010 menjadi peringkat “A-“ kemudian tahun 2011 turun kembali menjadi “CCC” dengan mempunyai hutang US\$ 2,07 Miliar hingga ditahun 2012 lebih menurun menjadi “D” dengan kondisi keuangan berdasarkan laporan Bursa Efek Indonesia

yaitu mempunyai hutang Rp 1.743.750.000 atas obligasi syariah *ijarah* Berlian Laju Tanker II 2009 seri A dan juga tidak membayar imbalan obligasi syariah *ijarah* Berlian Laju Tanker II 2009 seri B sebesar Rp 2.234.375.000. Informasi ini merupakan informasi bagi lembaga pemeringkat efek untuk memberikan penilaian obligasi syariah di pasar modal.

Lembaga pemeringkat menilai obligasi syariah di PT Berlian Laju Tanker sudah mengalami *default risk* (gagal bayar). Resiko ini menggambarkan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban hutangnya. Akibat dari *default risk* ini biasanya membuat harga dari obligasi tersebut akan menurun tajam. Masalah obligasi syariah sangat penting, karena mempengaruhi kesejahteraan para pemangku kepentingan. Identifikasi risiko *default* bertujuan untuk pengawasan dan manajemen risiko yang ditandai oleh peringkat obligasi syariah yang mencerminkan (kredit) kelayakan dan stabilitas obligasi syariah, dengan memiliki ulasan peringkat tahunan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat, investor obligasi syariah dapat mengetahui informasi status emiten dan kemajuannya (Majid dkk. 2013), selain itu turunnya peringkat obligasi syariah berdampak pada turunnya tingkat kepercayaan para investor di pasar modal, karena para investor menginginkan pembagian pendapatan yang lebih baik atas investasinya sehingga investor memperhatikan hal-hal yang merugikan. Hal ini di pertegas oleh Gitman dalam (Aliansyah dan Dahlan, 2013, hlm. 32) bahwa terdapat hubungan terbalik antara kualitas obligasi dan tingkat pengembalian yang harus disediakan. Obligasi dengan kualitas tinggi (peringkat tinggi) memberikan hasil pengembalian yang lebih rendah daripada obligasi dengan kualitas rendah (peringkat rendah). Ketika mempertimbangkan pembiayaan obligasi, manajer keuangan harus memperhatikan peringkat ekspektasi obligasi, karena peringkat mempengaruhi stabilitas dan biaya.

Hal ini didukung oleh Graham & Harvey 2001 (dalam Du, 2003, hlm. 3) yang menyatakan sebuah perusahaan dengan peringkat lebih tinggi akan mendapatkan utang untuk biaya yang lebih rendah sebagai hasilnya, maka peringkat obligasi adalah salah satu pertimbangan yang paling penting ketika perusahaan memutuskan kebijakan perusahaan mereka.

Senada dengan pernyataan Zhu (2013, hlm. 19) bahwa peringkat sangat penting untuk perkembangan pasar obligasi, yang menjadi perbincangan hangat setelah penerimaan informasi terkait krisis keuangan yang terjadi di perusahaan. Serta diperkuat oleh Zakaria dkk. (2012, hlm. 665) yang menyatakan peringkat membantu investor obligasi dalam membuat penilaian tentang prospek masa depan pembayaran obligasi tertentu, peringkat obligasi telah menyediakan panduan yang baik dalam mengukur *default risk* (gagal bayar). Semakin tinggi peringkat, semakin kecil jumlah isu perusahaan yang kemudian akan *default* (gagal).

Agen pemeringkat dalam menentukan peringkat suatu obligasi dipengaruhi oleh beberapa kriteria. PT Pefindo secara umum melakukan pemeringkatan berdasarkan pada analisa rasio-rasio laporan keuangan, karakteristik industri, dan keadaan bisnis perusahaan (Aliansyah dan Dahlan, 2013, hlm. 39). Seperti yang dinyatakan oleh lembaga pemeringkat Standard and Poor's (dalam Du, 2003, hlm. 18) baik risiko bisnis maupun risiko keuangan perusahaan mempengaruhi peringkat obligasi serta tidak ada model matematika atau statistik khusus untuk menetapkan peringkat.

Menurut Arthur dkk. (2011, hlm. 237) peringkat obligasi dipengaruhi oleh proporsi modal terhadap hutang perusahaan, profitabilitas, tingkat kapasitas dalam menghasilkan pendapatan, besar kecilnya perusahaan dan sedikit penggunaan hutang subordinat, sedangkan menurut Brigham dan Houston (2013, hlm 243) rasio keuangan berpotensi penting, namun rasio yang menjadi kunci analisis peringkat oleh lembaga pemeringkat adalah *liquidity ratio*, *asset management ratio*, *debt management ratio*, *profitability ratio*, dan *market value ratio*.

Rasio keuangan juga dikemukakan oleh Bodie dkk. (2014, hlm. 470) bahwa lembaga pemeringkat obligasi sebagian besar mendasarkan penilaian kualitas pada analisis tingkat tren dan beberapa rasio keuangan emiten. Rasio utama yang digunakan untuk mengevaluasi keamanan obligasi adalah *coverage ratio*, *leverage*, *liquidity ratio*, *profitability ratio*, dan *cash flow to debt ratio*, sedangkan menurut Fabozzi (2013, hlm. 442) rasio keuangan yang mempengaruhi perusahaan peringkat obligasi adalah *interest coverage*, *leverage*, *cash flow*, *net assets*, dan *working capital*.

Didukung oleh Arundina et al (dalam Lestasi dan Endri, 2013) bahwa variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi syariah yaitu *leverage* dan *interest coverage*. Menurut Kaplan & Urwitz dan Blume et al (dalam Hsuan Shu dkk, hlm. 2014) variabel untuk mengukur peringkat *default* adalah *debt-to-asset ratio*, *profit margin total assets in logarithm*, *return on assets*.

Berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi syariah, peneliti perlu melakukan penelitian mengenai peringkat obligasi syariah dari segi kinerja keuangan. Kinerja keuangan merupakan suatu hal yang sangat penting bagi *stakeholder* tentang kondisi keuangan perusahaan yang dilihat dari laporan keuangan (Kodra, 2010, hlm. 187). dalam laporan keuangan terdapat hubungan rasio-rasio keuangan yang saling berhubungan antara satu pos dengan pos lain. Menurut Sari (2007) bahwa rasio keuangan terbukti mempunyai kemampuan untuk memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan. Hal ini diperkuat juga oleh Uma (2015) bahwa analisis rasio bermanfaat untuk perencanaan dan pengevaluasian kinerja perusahaan dan bagi investor dapat digunakan sebagai patokan tingkat keamanan jika akan menanamkan dananya pada suatu perusahaan.

Kinerja keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *coverage ratio*, *debt to equity ratio*, *liquidity ratio*, *profitability ratio* dan *cash flow to debt ratio*. Rasio keuangan tersebut menurut Bodie dkk. (2014, hlm. 470) merupakan rasio yang dipakai lembaga pemeringkat dalam menganalisa dan mentaksirkan keamanan tingkat kecenderungan obligasi.

Rasio *coverage* menurut Chikolwa (dalam Satoto, 2011) menyatakan bahwa *bond rating* cenderung mempunyai sensitivitas yang tinggi terhadap *coverage ratio* perusahaan. Namun penelitian Lestasi dan Endri (2013) dan Kusbandiyah dan Wahyuni (2014) telah menemukan bukti empiris bahwa *coverage ratio* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah.

Rasio *leverage* dalam Penelitian Silaban dan Kardinal (2013), Afiani (2013), Fauziah (2014) dan Ary (2014) menemukan bukti empiris bahwa *leverage* berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah sedangkan pada penelitian Margareta dan Popy (2009), Aliansyah dan Dahlan (2013), Uma (2015)

menemukan bukti empiris bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah.

Rasio likuiditas menurut Carson & Scott, Bouzoita & Young (dalam Satoto, 2011) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan peringkat obligasi. Likuiditas dalam penelitian ini diukur menggunakan *current ratio*. Hasil penelitian Afiani (2013) secara empiris bahwa *current ratio* berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah. Sedangkan penelitian Margareta dan Popy (2009), Aliansyah dan Dahlan (2013), Ary (2014), dan Fauziah (2014) menemukan hasil empiris bahwa *current ratio* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah.

Rasio profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan *return on asset*. Menurut penelitian Margareta dan Popy (2009), Aliansyah dan Dahlan (2013), serta Afiani (2013) menemukan hasil empiris bahwa *return on asset* berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah sedangkan Silaban dan Kardinal (2013) menemukan hasil empiris bahwa *return on asset* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah, untuk rasio *cash flow to debt* yang tinggi akan menunjukkan kredit *rating* yang tinggi (Chikolwa dalam Satoto, 2011). Hasil empiris penelitian Satoto (2011) menyatakan bahwa *Cash flow to debt ratio* berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi syariah.

Berdasarkan pemaparan di atas, permasalahan yang penting untuk diteliti ialah kinerja keuangan pada perusahaan penerbit obligasi syariah yang peringkatnya menurun, maka yang menjadi masalah dalam penelitian ini ialah **“Peringkat Obligasi Syariah yang Turun”**.

1.2 Identifikasi Masalah

Penerbitan obligasi syariah di pasar modal harus melalui proses pemeringkatan sebelum diperdagangkan kepada investor. PT. Pefindo secara umum melakukan pemeringkatan berdasarkan pada analisa rasio-rasio laporan keuangan, karakteristik industri, dan keadaan bisnis perusahaan (Aliansyah dan Dahlan, 2013, hlm. 39).

Di pasar modal terdapat perusahaan yang tercatat *non-investment grade* yang berarti kurang memiliki kemampuan memenuhi kewajiban hutangnya.

Perusahaan tersebut adalah PT Berlian Laju Tanker Tbk. Dilihat dari kinerja keuangannya mulai menurun pada tahun 2010 menjadi peringkat “A-“ kemudian tahun 2011 turun kembali menjadi “CCC” dengan mempunyai hutang US\$ 2,07 Miliar hingga tahun 2012 lebih menurun menjadi “D”

Penilaian peringkat PT Berlian Laju Tanker Tbk telah masuk ke dalam kategori *non investment grade* yaitu *default risk* (gagal bayar). Resiko ini menggambarkan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban hutangnya. Akibatnya berdampak pada tingkat kepercayaan investor, resiko penurunan peringkat ini yang ditakutkan oleh para investor obligasi syariah dan konvensional.

Dengan demikian cara untuk mengatasinya yaitu dengan rasio keuangan yang bermanfaat untuk perencanaan dan pengevaluasian kinerja perusahaan, hal ini dapat digunakan oleh investor sebagai patokan tingkat keamanan jika akan menanamkan dananya pada suatu perusahaan (Uma, 2015). Kunci rasio keuangan tersebut yakni menurut Bodie dkk. (2014:470) *coverage ratio*, *leverage*, *liquidity ratio*, *profitability ratio*, dan *cash flow to debt ratio*. Rasio tersebut merupakan parameter untuk mendapatkan peringkat *investment grade* yang diharapkan perusahaan dan investor.

Penurunan peringkat obligasi syariah terjadi pada salah satu perusahaan yang mengalami kondisi keuangan memburuk, perusahaan tidak bisa membayar hutang atas obligasi syariah yang telah diterbitkan, sehingga mengalami *default risk* (gagal bayar). Hal ini dipastikan akan terjadi penurunan penerbitan obligasi syariah di pasar modal dan kurangnya minat kepercayaan investor pada obligasi syariah korporasi. Maka untuk mengetahui keamanan obligasi diperlukan laporan kinerja keuangan dalam mentaksirkannya. Kinerja keuangan dapat menggambarkan kondisi peringkat obligasi syariah suatu perusahaan. Semakin baik kinerja keuangan perusahaan akan semakin tinggi peringkat obligasi syariah dan semakin rendah kinerja keuangan perusahaan akan semakin rendah pula peringkat obligasi syariah.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian di atas, dapat dirumuskan beberapa permasalahan sebagai berikut :

1. Bagaimana gambaran *coverage ratio*, *leverage*, *liquidity ratio*, *profitability ratio* dan *cash flow to debt ratio* pada perusahaan penerbit obligasi syariah tahun 2006-2014.
2. Bagaimana pengaruh *coverage ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
3. Bagaimana pengaruh *leverage* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
4. Bagaimana pengaruh *liquidity ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
5. Bagaimana pengaruh *profitability ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
6. Bagaimana pengaruh *cash flow to debt ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui gambaran *coverage ratio*, *leverage*, *liquidity ratio*, *profitability ratio* dan *cash flow to debt ratio* pada perusahaan penerbit obligasi syariah tahun 2006-2014.
2. Untuk mengetahui pengaruh *coverage ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
3. Untuk mengetahui pengaruh *leverage* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
4. Untuk mengetahui pengaruh *liquidity ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
5. Untuk mengetahui pengaruh *profitability ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.
6. Untuk mengetahui pengaruh *cash flow to debt ratio* terhadap peringkat obligasi syariah tahun 2006-2014.

1.5 Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini bagi berbagai bidang adalah sebagai berikut:

1. Bidang Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi untuk kepustakaan yang berkaitan dengan kinerja keuangan yang dilihat dari *coverage ratio*, *leverage*, *liquidity ratio*, *profitability ratio* dan *cash flow to debt ratio* dalam menentukan penilaian peringkat obligasi syariah perusahaan di pasar modal.

2. Bidang Praktisi

- a. Bagi Penulis, yaitu diharapkan menambah wawasan ilmu pengetahuan mengenai baik dan buruknya kinerja keuangan di perusahaan yang terdiri dari *coverage ratio*, *leverage*, *liquidity ratio*, *profitability ratio* dan *cash flow to debt ratio* serta memotivasi penulis untuk bergabung dalam kegiatan pasar modal syariah, khususnya pada produk obligasi syariah.
- b. Bagi investor, yaitu diharapkan memberikan manfaat informasi bagi para emiten dalam melakukan analisis pada laporan keuangannya mengenai *coverage ratio*, *leverage*, *liquidity ratio*, *profitability ratio* dan *cash flow to debt ratio*, sehingga dapat diketahui kondisi keuangan di masa depan dalam memenuhi pembayaran obligasi syariah serta para investor dapat memilih peringkat obligasi syariah yang berpotensi *investment grade*.

